

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2023

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Limiti normativi allo sviluppo del mercato dei *green bond*: la proposta di riforma dell'art. 2483 c.c.

SOMMARIO. 1. Premessa. 2. I *green bond* nel contesto della C.M.U. ... 3. *Segue. ...* e nell'ordinamento italiano 4. I limiti posti al mercato dei *green bond* dal quadro normativo interno. 5. Conclusioni.

1. Premessa

Com'è noto, la strategia di risposta *pubblica*¹ alle minacce globali causate dai cambiamenti climatici in atto costituisce, al presente, il fulcro della programmazione economica europea. Da tempo, infatti, il legislatore sovranazionale ha elevato la “sostenibilità” ad obiettivo verso il quale rivolgere i propri sforzi disciplinari².

Tale orientamento si pone in continuità con gli obiettivi di tutela ambientale già fissati in sede politica sin dalla sottoscrizione del

¹ Espressione utilizzata da B. CELATI, in *Stato e mercato nella disciplina giuridica del governo dell'economia sostenibile*, in *Amministrazione in Cammino*, 2021, 1.

² Ci si riferisce al percorso intrapreso a livello comunitario sin dal Consiglio europeo tenutosi a Parigi nel 1972, in occasione del quale i capi di Stato partecipanti hanno discusso della necessità di adottare un programma d'azione unitario in materia. Da qui, *inter alia*, la sottoscrizione dell'Atto Unico Europeo entrato in vigore il 17 febbraio 1987, che ha costituito la prima base giuridica per la costruzione di una politica ambientale comune. Le successive revisioni dei Trattati comunitari hanno rafforzato l'impegno dell'attuale UE in tale direzione, fino all'emanazione del Trattato di Amsterdam, il quale ha stabilito l'obbligo di integrare la tutela ambientale in tutte le politiche settoriali dell'Unione, al fine di promuovere lo sviluppo sostenibile. «*Combattere i cambiamenti climatici*» (2.5.2) è divenuto poi un obiettivo specifico dell'Unione, con il Trattato di Lisbona (2009), insieme al perseguimento dello sviluppo sostenibile nelle relazioni con i Paesi terzi. È seguita l'adozione di numerose iniziative, tra le quali vanno menzionati il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097 final), volto a migliorare il contributo del settore finanziario nell'ambito del programma dell'Unione Europea per il clima e lo sviluppo sostenibile ed il *Green Deal Europeo*, *i.e.* un pacchetto di iniziative strategiche che mira ad avviare una concreta transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

Per una recente ricostruzione dell'evoluzione della politica ambientale europea, in dottrina, cfr. *ex multis* F. FERRARO, *L'evoluzione della politica ambientale dell'Unione: effetto Bruxelles, nuovi obiettivi e vecchi limiti*, in *I Post di AISDUE*, 2022, 4, 170 ss.

Protocollo di Kyoto³; si ha riguardo all'impegno reciprocamente assunto dai Paesi firmatari, su base esclusivamente volontaria, di ridurre l'emissione di CO2 responsabile del pericoloso "effetto serra".

Dunque, l'accordo sopra menzionato era rimesso al «*carattere virtuoso degli Stati aderenti*» e al meccanismo di scambio dei «*diritti di emissione*» tra Paesi⁴. Di qui i limiti di tale iniziativa, che sono stati autorevolmente rilevati in dottrina⁵: ci si riferisce all'assenza di un piano d'azione organico in materia di resilienza all'impatto del cambiamento climatico e alla mancanza di una logica di paritaria distribuzione degli oneri connessi alla questione della bonifica ambientale.

Evidenti sono le ragioni che non hanno consentito di ritenere superate le criticità derivanti dalla problematica in discorso, donde la necessità di intraprendere nuove iniziative capaci di gestire le conseguenze negative che essa potrebbe avere sul sistema economico-finanziario. In tal senso, si fa riferimento alle indicazioni contenute nell'Accordo di Parigi del 2015⁶ sui cambiamenti climatici e

³ Ci si riferisce all'accordo sottoscritto a Kyoto l'11 dicembre 1997 (durante la Conferenza delle Parti, cd. COP3), in attuazione della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), firmata a Rio de Janeiro nel 1992 ed entrata in vigore nel 1994. Il Trattato si prefigge l'obiettivo di stabilizzare le concentrazioni di gas serra nell'atmosfera ad un livello sostenibile e, quindi, di prevenire le gravi conseguenze del cambiamento climatico. Esso è entrato in vigore solo il 16 febbraio 2005, grazie alla ratifica da parte della Russia. Infatti, ai fini dell'efficacia del menzionato atto normativo era necessaria la ratifica dello stesso da non meno di 55 Nazioni, le quali rappresentassero complessivamente non meno del 55% delle emissioni serra globali.

⁴ Le espressioni virgolettate sono tratte da F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, UTET, 2023, 33.

⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza*, cit.

⁶ Ci si riferisce all'Accordo sottoscritto a Parigi all'esito della XXI Conferenza delle Parti della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP21 dell'UNFCCC, acronimo dell'inglese *United Nations Framework Convention on Climate Change*), con l'obiettivo di pervenire alla firma di un accordo volto a regolare il periodo post-2020. Tale accordo, adottato con la decisione 1/CP21, definisce quale obiettivo di lungo termine il contenimento dell'aumento della temperatura ben al di sotto dei 2°C e il perseguimento degli sforzi di limitare l'aumento a 1.5°C rispetto ai livelli pre-industriali.

È stato approvato dall'UE mediante la Decisione (UE) 2016/1841 Del Consiglio del 5 ottobre 2016 *relativa alla conclusione, a nome dell'Unione europea,*

nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite⁷ per lo sviluppo sostenibile, i quali sembrano essere improntati ad una maggiore *equità* rispetto ai Trattati che li hanno preceduti, avuto riguardo all'applicazione della citata logica della paritaria distribuzione degli oneri tra i partecipanti e a quella delle responsabilità comuni tra i diversi soggetti coinvolti.

Chiara dunque è l'opportunità, da una parte, di prestare adeguata cura alla realizzazione delle forme e delle tecniche di produzione e, dall'altra parte, di orientare le scelte imprenditoriali verso modalità che contemperino la logica dell'interesse privatistico con quella della solidarietà⁸. Sembra condivisibile, infatti, la tesi autorevolmente sostenuta secondo cui un'impresa crea valore se riesce a combinare gli elementi che integrano i suoi profili funzionali, come l'efficienza e la remunerazione del capitale, con «una condotta etica rispettosa della legalità, dei diritti umani e del contesto ambientale»⁹.

A tale logica, come si vedrà, sono improntati a livello europeo numerosi provvedimenti i quali, nel sottolineare l'importanza del debito di mercato per gli obiettivi di sostenibilità, hanno incoraggiato le imprese a fare ricorso ai finanziamenti cd. *verdi* ovvero tesi ad ottenere liquidità mediante l'emissione di titoli di carattere *tematico*. Sono state introdotte, infatti, specifiche regole in grado di sollecitare la domanda di prodotti sostenibili e di incentivarne la distribuzione da parte degli intermediari. Non a caso, quindi, si assiste ad una crescita esponenziale¹⁰ di forme di cd. *impact investing* ispirate alla tutela

dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici.

⁷ Ci si riferisce al Programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità, sottoscritto il 25 settembre 2015 dai Governi dei 193 Paesi membri delle Nazioni Unite, e approvato dall'Assemblea Generale dell'ONU.

⁸ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elett. dir. econ. manag.*, 2020, 2, 14.

⁹ Cfr. R. MASERA, *L'impresa e la creazione di valore*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, 81.

¹⁰ Cfr. in tal senso i dati economici riportati dal *Global Impact Investing Network* (GIIN) nel Report dal titolo “*Sizing the impact investing market*”, pubblicato il 12 ottobre 2022 sul sito www.thegiin.org.

Inoltre, sull'argomento si osserva che Amit Bouri, CEO di GIIN, ha affermato: “*Our new estimate of a global impact investing market larger than one trillion dollars represents a significant psychological milestone for the industry, as it matures and grows in sophistication.*”. “*While this figure serves as a very positive sign for the industry, it is also a call for further action. Vast allocations of capital and an*

ambientale¹¹ donde, ormai, la contrapposizione tra investimenti tradizionali, detti *brown*, ossia “non puliti” ed investimenti *green*¹².

Ciò posto, con il presente lavoro ci si propone di verificare se il vetusto impianto codicistico nazionale sia idoneo a recepire adeguatamente le rinnovate istanze provenienti dal regolatore europeo e, dunque, se le regole di accesso al mercato dei capitali previste nel nostro ordinamento impediscano o meno, sul piano delle concretezze, la piena diffusione dei *green bond*.

2. *I green bond nel contesto della C.M.U. ...*

Alla luce di quanto si è detto, le imprese, indipendentemente dalle proprie dimensioni e dalla organizzazione interna, sono ormai chiamate ad adottare comportamenti *responsabili*, cioè volti a mitigare gli effetti negativi derivanti da operazioni economiche squisitamente utilitaristiche¹³.

La realizzazione di tale obiettivo richiede un considerevole sforzo finanziario, che le PMI potrebbero sostenere facendo ricorso alle diverse forme di etero-finanziamento disponibili.

Sul punto, va osservato che le autorità europee hanno da tempo intrapreso un percorso volto alla definizione di un *framework* che incoraggi le imprese di minori dimensioni a ricorrere alla liquidità di mercato, in ragione delle difficoltà da queste ultime tradizionalmente riscontrate ad accedere al canale bancario¹⁴. Il primo impulso in tale

intentional focus towards generating positive impact are required right now if we are to achieve the UN Sustainable Development Goals by 2030 and to reach net zero emissions by 2050”. Cfr. <https://thegiin.org/research/publication/impact-investing-market-size-2022/>.

¹¹ Com'è stato osservato in dottrina, con l'espressione *impact investing* si fa riferimento a “*tutte quelle ipotesi in cui il capitale è investito non solo in base alla redditività dell'investimento e alle sue condizioni di rischio, ma anche in ragione di obiettivi sociali e ambientali che l'investimento si propone attivamente di realizzare*”. Cfr. D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Soc.*, 2021, 1, 118.

¹² Con quest'ultima espressione, ci si riferisce ad operazioni di finanziamento consistenti nell'emissione di titoli da collocare sul mercato, cui è correlata la realizzazione di progetti che assicurino un impatto ambientale positivo.

¹³ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza.*, cit.

¹⁴ Tra le prime Comunicazioni attuative dell'Agenda della Commissione UE, in tal senso, si vedano in particolare lo *Small Business Act* del 2008, la *Review of the*

direzione è stato impresso dall'ex Presidente della Commissione UE, J. C. Juncker che, nel 2014, lanciò l'idea di una Unione dei Mercati dei Capitali ("*Capital Markets Union*" o "C.M.U.") al fine di ridurre "*il costo della raccolta del capitale, specialmente per le piccole e medie imprese*", aiutandole per tale via a limitare la "*dipendenza dal finanziamento bancario*"¹⁵. Infatti, come evidenziato nel Libro Verde del 2015¹⁶, i Paesi europei risultano ancora fortemente dipendenti dal credito bancario, laddove mercati di capitali più forti richiederebbero fonti di finanziamento complementari¹⁷.

A ciò si è aggiunto il processo di cambiamento dei modelli economici che, mediante l'imposizione di *standard* ambientali fissati dal decisore pubblico e presidiato da un complesso di divieti ed incentivi, consegna all'intervento del diritto (*rectius* delle istituzioni pubbliche) il difficile compito di trasformare le ricadute che i processi di produzione e consumo hanno sull'ambiente - cui generalmente il

Small Business Act del 2011, le Comunicazioni *Single Market Act I* e *II*, rispettivamente del 2011 e del 2012, l'*Action Plan to Improve Access to Finance for SMEs* del 2011, nonché il Libro Verde dal titolo "*Building a Capital Market Union*" del 2015, cui è seguito, nello stesso anno, l'*Action Plan*. Si veda, inoltre, il Reg. UE n. 1291/2013 che istituisce il Programma *Horizon 2020* e il Programma *COSME*, entrambi volti a promuovere lo sviluppo e la competitività delle PMI europee.

Per una ricostruzione dell'argomento, cfr. P. MESSINA, *Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa*, Bari, 2021, in part. 101 ss.

¹⁵ J.C. JUNCKER, *A new start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Strasburgo, 5 luglio 2014, consultabile al seguente link: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-546_en.htm.

¹⁶ Ci si riferisce al Libro Verde dal titolo "*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*" COM(2015) 63 final adottato dalla Commissione UE e pubblicato il 18 febbraio 2015, il quale è consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN>.

¹⁷ Il Consiglio europeo, infatti, nell'accogliere le proposte di intervento formulate dalla Commissione UE, ha raccomandato di adottare "*un approccio equilibrato, basato tra l'altro su iniziative ispirate al mercato e sull'autoregolazione del mercato, ove opportuno e possibile*" e a portare avanti i lavori in settori, considerati fondamentali, quali il *crowdfunding* e i *minibond*. Cfr. le *Conclusioni del Consiglio sul piano di azione della Commissione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, pubblicato il 10 novembre 2015 sul sito www.consilium.europa.eu.

bilancio d'impresa resta insensibile - in costi o benefici direttamente rilevanti entro la sfera individuale degli attori economici¹⁸.

Tenuto conto che le politiche di finanza pubblica non sembrano sufficienti a realizzare gli obiettivi di sostenibilità programmati in sede politica¹⁹, si comprendono le ragioni per cui la diversificazione delle fonti di finanziamento è stata elevata a caposaldo del programma di sviluppo sostenibile perseguito nell'ambito della C.M.U.

Va da sé che i mercati finanziari privati sono ormai utilizzati per facilitare la realizzazione di modelli di sviluppo imprenditoriale socialmente responsabile²⁰, donde la predisposizione di iniziative disciplinari a vari livelli volte ad orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili²¹.

¹⁸ Cfr. A. LAS CASAS, *Dai diritti di emissione alla finanza green. Le nuove frontiere e i limiti dei modelli privatistici per la tutela dell'ambiente*, in *Teoria e critica della ragione sociale*, 2020, 2, 130. Circa le difficoltà che il regolatore incontra nella predisposizione di un *framework* normativo idoneo a combinare le esigenze di sostenibilità evidenziate in sede tecnica con quelle di profitto proprie dell'attività di impresa, cfr. altresì F. RIGANTI *Regolazione del mercato e "fine di lucro"*. *Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Dialoghi di Diritto dell'economia*, 2022, 5, 1 ss.

¹⁹ In tal senso, già R. MASERA, *Regole e supervisione delle banche in Europa. Perché occorre un diverso approccio costi-benefici, con particolare riferimento alle banche regionali*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2015, suppl. al n. 4, 42. Nello stesso senso A. LAS CASAS, *op. cit.*, 131.

²⁰ La dottrina sostiene, peraltro, l'utilità di ricorrere a strumenti di finanza alternativa in favore delle PMI, di tipo tecnologico, al fine di realizzare obiettivi "green". In tal senso E. MACCHIAVELLO, nel proprio intervento dal titolo "*PMI sostenibili ed accesso a fonti alternative di finanziamento: green DLT-based finance e recenti normative europee*", al XIV Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale" dal titolo "*Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*" tenutosi a Roma, nei giorni 26 e 27 maggio 2023.

²¹ Invocando il «*contributo della finanza a una crescita sostenibile e inclusiva*» [così si è espressa la Commissione europea nel *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97 final (cd. "CE Action Plan")], la Commissione ha inteso «*riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili*» (così CE Action Plan, 2) anche attraverso interventi sulla disciplina dei servizi di investimento (CE Action Plan, 7 s.); la Commissione europea si espressa nello stesso senso nella Comunicazione del 6 luglio 2021 dal titolo *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final, 9. Da ultimo, come confermato dall'ESMA, nel documento dal titolo "*Strategy*", pubblicato a settembre 2022, la finanza sostenibile è stata definita una delle priorità chiave dell'Unione europea

È in detta prospettiva che assumono rilievo i *green bond*²² i quali si sono progressivamente affermati nella scena economica quale modalità di finanziamento alternativo a quello bancario²³, tanto che il loro mercato, in Italia, risulta essere oggi tra i più dinamici del settore obbligazionario²⁴. Conferma siffatto assunto la circostanza che i citati

nell'area dei servizi finanziari, oltre ad essere uno dei “*thematic drivers*” (ivi, 13 e 26 s.).

²² Il Report dal titolo “*Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*”, pubblicato dalla OECD nel 2017 definisce i *green bond* quali “[...] *debt instruments used to finance green projects that deliver environmental benefits. A green bond is differentiated from a regular bond by its commitment to use the funds raised to finance or refinance “green” projects, assets or business activities*”. Cfr. il Report sopra indicato, consultabile al sito www.oecd.org, 22. In dottrina, cfr. la definizione di tali titoli recentemente offerta da S. GILOTTA, *Green Bonds: A Legal and Economic Analysis*, in *Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance*, Edward Elgar, 2023, 1 s.

²³ A livello nazionale, i dati riportati in D. LIBERATI – G. MARINELLI, *Everything you always wanted to know about green bonds (but were afraid to ask)*, *Occasional Paper* n. 654/2021 pubblicato da Banca d'Italia sul sito www.bancaditalia.it, evidenziano che l'offerta di obbligazioni ESG ha registrato un aumento significativo negli ultimi anni. All'inizio del 2015, infatti, l'ammontare in circolazione dei titoli di debito ESG emessi, anche da parte di enti sovranazionali, è stato pari a 193 miliardi di euro, mentre alla fine del primo trimestre 2021 ha raggiunto quasi 1.850 miliardi di euro.

Ancora più evidenti sono i livelli di crescita del mercato dei *green bond* se si guarda ai dati economici globali. È stato osservato, infatti, che il mercato globale dei *green bond*, nel 2021, ha raggiunto il valore complessivo di 1.600 miliardi di dollari. Cfr. il *Climate bonds initiative, sustainable debt global state of the market 2* (2021), disponibile al seguente link: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02h_0.pdf.

²⁴ In tal senso, cfr. i dati riportati da Borsa Italiana al link https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-green-e-social-bond/luglio-2023_pdf.htm, i quali evidenziano una crescita più che proporzionale delle obbligazioni “*green*” tra il 2022 ed il 2023 rispetto a quella delle forme di investimento cd. *social* e *sustainable*. Va osservato, poi, che alla fine del 2021 l'Italia ricopriva il quarto posto tra i Paesi dell'UE per quantità di prestiti ed obbligazioni *green* erogati, dopo Francia, Germania e Gran Bretagna, e prima di Spagna, Olanda e Svezia. In particolare, l'emissione di *green bond* da parte di enti italiani alla fine del 2021 ha raggiunto un valore complessivo pari a circa 70 miliardi di euro: più della metà di essi è riconducibile alle imprese, mentre il 25% è riconducibile a banche e assicurazioni, il 24% invece allo Stato. Cfr. i dati riportati all'interno del Rapporto CERVED sopra menzionato, in particolare a pag. 16 s., richiamati anche al link <https://www.repubblica.it/dossier/economia/top->

titoli verdi ricoprono una larga percentuale del pacchetto finanziario varato con il *Recovery Fund* destinato a finanziare la ripresa economica post-pandemica²⁵.

A ben vedere, dopo l'emissione del primo *bond* definito *green* da parte della Banca Europea per gli Investimenti (BEI)²⁶, nel 2007, il mercato dei *green bond* sembra aver conosciuto una costante espansione con l'ingresso, almeno a partire dal 2013, di emittenti privati - come banche, fondi pensione e società commerciali - indotti ad emettere detti titoli anche in ragione di specifici vincoli ed indicazioni statutarie²⁷.

Si è dunque in presenza di una particolare categoria di strumenti giuridici privatistici destinati, in ragione della propria fisionomia, ad

[story/2022/11/24/news/green_bond_un_mercato_in_ascesa_dopo_leuropa_la_spinta_della_cina-376021750/](https://www.espressonline.com/it/storie/2022/11/24/news/green_bond_un_mercato_in_ascesa_dopo_leuropa_la_spinta_della_cina-376021750/).

Alla luce dei dati incoraggianti registrati, la *Cerved Rating Agency* aveva valutato che il mercato per le PMI, nel 2022, avrebbe avuto un valore, in via prospettica, di 7,5 miliardi di euro, con 794 potenziali nuovi emittenti *green*. Un'analisi sulle dichiarazioni non finanziarie di un campione di 150 aziende italiane quotate nei mercati regolamentati evidenziava una crescente integrazione delle pratiche di sostenibilità nelle strategie aziendali, dal 40% al 54%. Cfr. il *Rapporto Italia Sostenibile 2022* di Cerved, reperibile al sito www.cerved.com, 17.

In dottr., cfr. D. LIBERATI – G. MARINELLI, *op. cit.*, i quali evidenziano che all'aumento dell'offerta globale di obbligazioni ESG ha fatto riscontro una significativa crescita del loro *peso* nei portafogli dei residenti italiani. La quantità di strumenti ESG presenti nei portafogli di questi ultimi, infatti, che sarebbero stati trascurabili 5 anni fa, sono aumentati costantemente fino a raggiungere un valore complessivo pari ad euro 16,6 miliardi nel 2019 e ben 37,4 miliardi di euro alla fine del primo trimestre 2021. Cfr. in tal senso 13. In dottrina straniera, cfr. C. HARRISON, L. JONES, Z. WETMANSKA, *Issuing a Green Bond: a Practical Perspective*, in D. RAMOS MUÑOZ, A. SMOLEŃSKA (a cura di) *Greening the Bond Market A European Perspective*, Palgrave Macmillan, 2023, 79 ss., i quali evidenziano i vantaggi connessi, sul piano economico, all'emissione di *green bond*.

²⁵ Cfr. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds_en.

²⁶ Ci si riferisce al cd. "*Climate Awareness Bond*", che fu creato per finanziare "*renewable energy and energy efficiency projects*". Cfr. C. FLAMMER, *Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy*, 1, in *Env. And Energy Policy & Econ* 95, 95 (2020). Nel 2008, un'altra istituzione ha emesso *green bond*: la Banca mondiale. In arg. cfr. S. PARK, *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 2018, 1, vol. 54.

²⁷ In tal senso, in dottr. cfr. A. LAS CASAS, *op. cit.*, 138.

orientare il mercato verso la produzione di benefici ambientali, coerentemente con la funzione di tutela dell'ambiente che esso assegna alle imprese. Attraverso il *medium* del contratto, infatti, essi realizzano un meccanismo di allineamento degli interessi delle parti, il quale “*aspira a trasformare i benefici ambientali in vantaggi privati, sia per l'investitore che per l'emittente, e a fornire ad entrambi adeguati incentivi per perseguire obiettivi di miglioramento ambientale*”²⁸. Tali ultime considerazioni inducono a riflettere sulla portata al presente assunta dalla sostenibilità nella identificazione degli interessi in concreto perseguiti dai contraenti in sede negoziale; ne consegue l'esigenza di rivalutare il ruolo ricoperto dal mercato *in subiecta materia* nel senso di riconoscere ad esso una funzione regolativa²⁹, complementare a quella delineata dai soggetti privati.

3. *Segue. ... e nell'ordinamento italiano*

Sotto il profilo operativo, occorre chiarire che i *green bond* sono funzionali al conseguimento di uno specifico *scopo sostenibile*, *i.e.* la raccolta, tra gli investitori, di risorse finanziarie destinate alla realizzazione di progetti che generino benefici ambientali³⁰. Trattasi, pertanto, di contratti di finanziamento di scopo, nei quali rileva l'esistenza di una apposita “clausola di utilizzo dei proventi” (cd. *use-of-proceed clause*), in applicazione della quale l'emittente è tenuta a separare le risorse raccolte per conseguire l'obiettivo *green* programmato da quelle destinate ad altre attività³¹.

Tra le specifiche finalità perseguite da tali strumenti vanno annoverati i programmi di riqualificazione di beni o processi produttivi - come la riconversione o la ristrutturazione di sistemi di produzione di energia - e i progetti imprenditoriali che rispettino *standard* ambientali

²⁸ *Ibidem.*

²⁹ *Ibidem.*

³⁰ Sul punto, sia consentito un rinvio a C. MARASCO, *Il mercato dei green bond alla prova della disciplina europea*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2022, suppl. al n. 4, 334.

³¹ Cfr. S. GILOTTA, *op. cit.*, 4. L'A. precisa, poi, che tale clausola assumerebbe valore vincolante per l'emittente, salvo patto contrario; sicché, in assenza del conseguimento dell'obiettivo *green* prestabilito, quest'ultima violerebbe l'obbligazione assunta nei confronti degli investitori, con ogni conseguenza sotto il profilo della responsabilità contrattuale.

- come la costruzione di edifici a ridotto impatto energetico rivolti al mercato. Trattasi di un elenco, non esaustivo, di progetti aventi un impatto positivo sull'ambiente, previsti dalla *Institutional Capital Markets Association (ICMA)*³².

Coerentemente con le istanze sopra indicate, è stato predisposto, in sede tecnica, un meccanismo in grado di accomunare interessi che, per propria natura, sul piano contrattuale sarebbero contrapposti. Il beneficio ambientale assurge, per tale via, a criterio guida per definire la politica di remunerazione dell'investitore e dell'emittente, in termini tali da assicurare la finalità di tutela ambientale anche a discapito del proprio guadagno³³. In altri termini, in siffatta ipotesi, mentre l'emittente sostiene costi maggiori rispetto a quelli collegati ad operazioni *not-green*, l'investitore ottiene un tasso di interesse inferiore a quello previsto acquisendo *asset cd. brown*³⁴.

³² Cfr. *Int'l Capital Mkt. Ass'n, Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for issuing Green Bonds (2021)*, disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.

³³ Sul punto, è interessante notare come l'indagine condotta da IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, disponibile al link <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>, dimostri che i consumatori sono disposti a modificare le proprie scelte di investimento al fine di ridurre l'impatto ambientale.

In dottrina, è stato rilevato come il ricorso ai *green bond* possa aumentare la credibilità di un'azienda che intenda approfondire i propri sforzi nell'attività sostenibile e contribuire a realizzare molteplici progetti *green*, grazie a rendimenti "più bassi" di quelli conseguiti mediante investimenti "*not green*". Cfr. S. GILOTTA, *op. cit.*, 7.

³⁴ In alcune indagini empiriche basate sul confronto tra *green bond* e *corporate traditional bond* si è inteso verificare quale delle due categorie fosse più performante e più liquida nel mercato. A parità di durata (5 anni), di *rating* (singola A), di ammontare di *aum (asset under management)* totale del portafoglio, pari a 8 milioni di euro, di cui 1 milione per ogni *rating class* e di tipologia di *bond* (36) per ogni tipo di portafoglio costruito, è stato dimostrato che, in termini di performance, lo *yield* medio totale del portafoglio *green* (0,155) risulta inferiore a quello tradizionale (0,301), confermando la disponibilità da parte del mercato di pagare un prezzo più alto per questi titoli a parità di fattori di rischio. Con riferimento alla liquidità, invece, i *bond* tradizionali risultano essere leggermente più liquidi rispetto ai *green*; in particolare, in una scala tra 0 e 100, lo *Lqa score* del portafoglio *green* è risultato pari a 82,7 e quello del portafoglio *traditional* a 84,2, nonostante lo scarto molto contenuto e la liquidità dei due portafogli molto vicina. Cfr. in tal senso i risultati della ricerca

Nel contesto nazionale, i *green bond* assumono la configurazione di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 1 comma 1 *bis* lett. b) del D.lgs. 58/1998 (TUF), sicché essi non risultano strutturalmente dissimili dalle obbligazioni tradizionali³⁵, dalle quali tuttavia si distinguono per l'obiettivo di finanziamento che vi è collegato.

Sotto tale profilo, sembra che i *green bond* costituiscano l'emblema di un nuovo modello di *business*, che potremmo definire di "stampo etico", nel quale "la solidarietà e l'uguaglianza identificano i valori cui ancorare le regole della produzione"³⁶. È evidente, dunque, che la scelta degli investimenti da finanziare debba ormai presupporre una selezione a monte dei settori e delle imprese cui le risorse vanno rivolte; selezione che deve essere orientata alla minimizzazione dell'impatto ambientale che i progetti proposti dalle emittenti sarebbero capaci di generare.

A tal fine, l'emittente adotta, nella prassi, una cd. etichetta *green*, che ne rappresenta l'impegno ad utilizzare la raccolta dell'emissione in progetti specifici, i quali siano in grado di garantire ricadute positive sull'ambiente. Tali etichette di sostenibilità sono elaborate da organizzazioni terze, per fornire maggiore trasparenza all'operazione in discorso ed evitare pericolosi fenomeni di cd. *greenwashing*³⁷. Tra tali

pubblicati al link <https://www.wallstreetitalia.com/obbligazioni-tradizionali-e-green-bond-un-confronto/>.

³⁵ Ci si riferisce, appunto, a quanto previsto all'art. 1, co. 1 *bis*, lett. b), D. Lgs. n. 58/1998, secondo cui le «obbligazioni» e gli «altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli» sono qualificabili come «valori mobiliari» (e cioè come «valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali»). Da questa espressione legislativa, la dottrina ha desunto che le «obbligazioni» sarebbero un *genus* della categoria «titoli di debito», alla quale, quindi, apparterebbero anche i titoli di debito delle società a responsabilità limitata. Entrambe le tipologie di titolo, inoltre, sarebbero la rappresentazione di una frazione standardizzata del credito alla restituzione di un finanziamento ricevuto dalla società emittente; in altri termini, sarebbero titoli la cui emissione avviene *credendi causa*. Cfr. A. BUSANI, *Titoli di debito di S.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Le Società*, 2013, 12, 1318.

³⁶ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza.*, cit., 171.

³⁷ Pratica ingannevole, usata come strategia di *marketing* da alcune aziende per dimostrare un finto impegno nei confronti dell'ambiente con l'obiettivo di catturare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità. La prima formulazione della nozione può ricondursi a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88.

organizzazioni, assume significativo rilievo la citata ICMA, alla quale la Commissione UE ha dato incarico di uniformare la tassonomia degli investimenti sostenibili per determinare la *greeness* dei titoli.

Lo *standard* più noto a livello globale che la ICMA ha realizzato a tal fine è quello dei *green bond principles* (GBP) i quali sono stati elaborati, sin dal 2014, attraverso strumenti di *soft law* che non prevedono significativi meccanismi di *enforcement*³⁸. I principi GBP sono, infatti, una raccolta di linee guida, applicabili su base volontaria, che definiscono, periodicamente, le *best practices* per l'emissione di obbligazioni verdi. Il loro scopo è quello di promuovere la trasparenza e l'accuratezza delle informazioni che le emittenti devono fornire agli investitori in modo da garantire l'integrità del mercato³⁹.

Tuttavia, le istituzioni europee hanno recentemente approvato un regolamento per l'uso volontario del marchio "*green bond*", che in detto contesto costituisce il primo esperimento di carattere normativo⁴⁰. Si ha

Per un'analisi critica in ordine all'efficacia delle politiche di contrasto al *greenwashing* nel quadro normativo europeo, cfr. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2022, 3, 513 ss.

³⁸ Di contro, Paesi come la Cina hanno affidato a regole pubblicistiche l'elaborazione delle linee guida in materia di *green bond*, enucleando criteri di riferimento che, tuttavia, potrebbero essere considerati piuttosto generici. Cfr., a titolo esemplificativo, le Linee Guida emesse dalla Banca centrale cinese nel 2015 (*People's Bank of China Announcement (2015) N. 39*).

³⁹ Un *green bond* può dirsi conforme ai principi GBP se vengono soddisfatte tutte le condizioni indicate nelle Linee Guida, avuto riguardo ai progetti verdi selezionati, approvati e descritti nel prospetto che accompagna l'obbligazione. In particolare, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori gli obiettivi, le informazioni relative all'identificazione e alla gestione dei rischi (anche ambientali e sociali) collegati ai progetti di cui trattasi, nonché alle politiche ambientali adottate. Inoltre, l'emittente dovrebbe gestire il fondo destinato al progetto verde in maniera separata rispetto a quello ordinario e redigere periodicamente un fascicolo informativo aggiornato sull'utilizzo dei proventi dei *green bond*, da mettere a disposizione degli investitori.

⁴⁰ Ci si riferisce al *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità*, adottato il 23 ottobre 2023, che sarà firmato entro i venti giorni successivi ed entrerà in vigore 12 mesi dopo la pubblicazione. Cfr. il Comunicato Stampa del Consiglio UE del 24 ottobre 2023, disponibile al link:

riguardo all'elaborazione di una *norma EU Green Bond Standard* (EuGBS), concepita come uno *standard* di riferimento, analogamente volontario, per permettere alle emittenti, pubbliche e private, di ottenere la certificazione di “*European green bonds*” o “*EuGB*” opportuna a commercializzare i titoli verdi sul mercato.

Invero, la norma in parola si ispira ampiamente ai principi GBP dell'ICMA, dai quali tuttavia si differenzia per l'approccio adottato; mentre i GBP, infatti, sono dedicati al processo di emissione, la norma EuGBS si concentra sui progetti di investimento; essa, peraltro, presenta tra i propri obiettivi principali, la mitigazione del rischio di *greenwashing* collegato agli strumenti di finanziamento, attraverso specifiche richieste di allineamento e obblighi di rendicontazione più stringenti imposti agli emittenti.

Lo sforzo profuso a livello regolamentare, dunque, sembra rivolto ad agevolare la scelta degli investitori verso i progetti che si presentino come *meritevoli*, migliorare la qualità degli strumenti di investimento e rafforzare i requisiti di trasparenza e di revisione esterna da parte di un revisore o di una *third party*.

4. *I limiti interni al mercato dei green bond*

Alla luce di quanto si è detto, appare chiaro che il regolatore europeo abbia definito specifiche strategie di promozione dei *green bond*; c'è da chiedersi, allora, se alcune delle regole di accesso al mercato dei capitali presenti all'interno del nostro ordinamento possano costituire un ostacolo al successo di tali forme di finanziamento e, in particolare, se esse impediscano il libero ricorso al relativo mercato da parte delle piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata. Tale indagine appare ancora più urgente tenuto conto della circostanza che le PMI-S.r.l. rappresentano la tipologia societaria di gran lunga più diffusa nel mercato nazionale⁴¹.

<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/10/24/european-green-bonds-council-adopts-new-regulation-to-promote-sustainable-finance/>.

⁴¹ In tal senso, cfr. i dati contenuti nel Report di Banca d'Italia dal titolo “*Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese*”, pubblicato ad ottobre 2019 sul sito www.bancaditalia.it. Dall'analisi emerge che l'incremento di imprese a partire dal 2016 riguarda in particolare le società di capitali e in special modo le S.r.l.; cfr. in particolare p. 10.

Occorre ricordare che, invero, la riforma di diritto societario del 2003 ha esteso alle S.r.l. la possibilità di ricorrere al debito di mercato, così come era già previsto per le S.p.A. ai sensi degli artt. 2410 ss. c.c. Tuttavia, l'art. 2483 c.c., nella formulazione tuttora vigente, impone alle stesse, in caso di emissione di titoli di debito, l'osservanza di specifici obblighi; ciò con l'obiettivo di contemperare le esigenze di liquidità di tali imprese con gli interessi di tutela del risparmio diffuso.

Assume rilievo sul punto la circostanza che, com'è noto, il legislatore nazionale, nell'originaria impostazione del codice civile, aveva adottato una precisa scelta tipologica, in attuazione della quale il quadro disciplinare di riferimento è stato tradizionalmente orientato al maggior incentivo dell'attività di mercato da parte del modello azionario. Quest'ultimo, infatti, veniva considerato tipicamente "aperto" rispetto al modello a responsabilità limitata che, per converso, è stato concepito per rappresentare gli interessi di imprese di piccole dimensioni e con struttura "chiusa", per lo più a composizione familiare⁴².

Ebbene, l'impianto codicistico così elaborato appare ormai non più corrispondente all'attuale conformazione del mercato, il quale risulta imperniato sull'attività delle PMI-S.r.l. Di tal che, con riferimento all'emissione dei titoli di debito, si pone, in primo luogo, la problematica, già sollevata in dottrina⁴³, della riserva di sottoscrizione in favore degli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale⁴⁴ di cui al primo periodo del secondo comma dell'art. 2483 c.c., in virtù della quale l'investitore professionale non vigilato e l'investitore *retail* possono acquistare titoli di debito emessi da una S.r.l. esclusivamente nel mercato secondario⁴⁵.

⁴² Per un approfondimento in argomento, cfr. P. MESSINA, *Minibond e Capital Markets Union*, cit., 35 ss.

⁴³ Cfr. D. ROSSANO – P. MESSINA, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, *Riv. Dir. Soc.* 2021, 1, 208 ss.

⁴⁴ In assenza di una specifica definizione normativa, i soggetti qualificati *ex art.* 2483 c.c. potrebbero essere le banche, le S.I.M., le SGR, le Sicav, le compagnie di assicurazione e le società iscritte nell'elenco di cui all'art. 107 del TUB, cioè quelli che, secondo il Reg. Consob, sono sottoposti ad un controllo sulla consistenza e sulla stabilità patrimoniale.

⁴⁵ La disposizione stabilisce testualmente che: "*I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali*".

Si comprende la gravosità di una simile operazione per un potenziale emittente, avuto riguardo alla difficoltà, sul piano delle concretezze, di individuare soggetti vigilati disposti ad acquistare i titoli per collocarli a terzi. Ciò posto, l'affare risulta ancor meno *appetibile* per il medesimo soggetto, se si considera l'onerosità delle operazioni che hanno ad oggetto titoli *green*, i quali richiedono la predisposizione di specifiche strategie preventive⁴⁶ e l'obbligo di verificare il raggiungimento degli obiettivi sostenibili programmati.

Sotto altro profilo, va altresì osservato che il soggetto vigilato è tenuto per legge ad acquistare i titoli ancorché esso intenda soltanto collocarli sul mercato. Il sottoscrittore, in tale circostanza, acquisterebbe soltanto per rivendere, con l'ovvia conseguenza di dover sostenere ulteriori eventuali spese di carattere fiscale, ciò a prescindere dalla difficoltà di ricondurre l'operazione di cui trattasi nei tradizionali canoni interpretativi tipici della contrattualistica in materia, nonché di identificare il profilo causale della fattispecie negoziale posta in essere⁴⁷.

È emerso, in secondo luogo, il problema posto dal secondo periodo del secondo comma della citata disposizione⁴⁸, di individuare in concreto il soggetto su cui dovrebbe ricadere la responsabilità per l'eventuale insolvenza dell'emittente, in caso di acquisto dei titoli da parte di un soggetto *retail*, tenuto conto dei dubbi interpretativi sollevati sul punto dalla dottrina. Infatti, a fronte di quanti ritengono che essa ricada *sic et simpliciter* sul primo sottoscrittore (e, dunque, su un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale)⁴⁹, si riscontra l'opinione di

⁴⁶ Ci si riferisce, a titolo esemplificativo, all'attività di selezione di prodotti da proporre agli investitori; alla specifica attività di consulenza da prestare al cliente in ordine al concetto di preferenze di sostenibilità alla differenza tra prodotti; alla predisposizione di domande integrative nel testo del questionario MiFID. Cfr., in arg., le Linee Guida dell'ESMA contenute nel documento dal titolo *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Final Report, pubblicato il 23 settembre 2022.

⁴⁷ In arg. cfr. D. ROSSANO – P. MESSINA, *op. cit.*, 221 s.

⁴⁸ Il quale testualmente dispone che: “*In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*”.

⁴⁹ In tal senso, cfr. G. ZANARONE, *Altre società di capitali*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, 4^a ed., Bologna, 2004, 303.

coloro che attribuiscono detto obbligo all'ultimo soggetto cedente (a prescindere dunque dalla circostanza per la quale esso sia vigilato o non)⁵⁰. L'orientamento maggioritario, poi, considera garante della solvenza dell'emittente (non già l'ultimo degli investitori professionali *tout court*, bensì) l'ultimo dei soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale⁵¹.

Tale ultima tesi, invero, ci appare in linea con l'obiettivo avuto di mira dal legislatore di fornire una tutela adeguata alle ragioni dei risparmiatori senza con ciò sacrificare le esigenze del mercato.

Da ultimo, si pone l'ulteriore problema derivante da una rigida applicazione della normativa in parola per l'ipotesi in cui il regolamento di emissione dei titoli ne riservi la circolazione ai soli investitori professionali. Infatti, nonostante in questa ipotesi non ricorra la finalità di tutela del risparmio diffuso, detti titoli dovranno essere comunque sottoscritti da investitori vigilati nel rispetto della disposizione citata. Va da sé che siffatta condizione costituisca un ostacolo al pieno sviluppo del mercato obbligazionario e, nello specifico, dei *green bond*.

Ne consegue che le PMI-S.r.l. riscontrano difficoltà nell'ottenimento liquidità necessaria allo svolgimento della propria attività produttiva; ciò, peraltro, si ripercuote inevitabilmente sul conseguimento degli obiettivi di sostenibilità a vantaggio della collettività, che sono collegati al finanziamento richiesto al mercato.

Emerge, dunque, l'inadeguatezza del quadro normativo nazionale di riferimento che, non facilitando l'accesso al mercato del credito da parte del modello societario a responsabilità limitata, arreca evidenti svantaggi per la crescita delle PMI, le quali costituiscono invece "l'ossatura" dell'economia nazionale.

⁵⁰ Cfr., tra gli altri, B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, Milano, 2005, 464; F. TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano 2007, pag. 139 ss.; M. STELLA RICHTER, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, Consiglio Nazionale del Notariato – Studio n. 5762/I, in *Studi e Materiali CNN*, 2/2005, pag. 1185 ss. Quest'ultimo, in particolare, sostiene che il soggetto professionale (ancorché non qualificato), per essere responsabile dell'eventuale insolvenza dell'emittente deve essere dotato di adeguata patrimonializzazione.

⁵¹ Cfr. D. ROSSANO – P. MESSINA, *op. cit.*, 218 s.; Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5957/I, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 12 novembre 2005.

Detti limiti appaiono ancora più evidenti con riguardo alla diffusione degli investimenti cd. *tematici*, i quali richiedono particolare velocità dei traffici.

A ben vedere, il tema sconta l'impostazione per cui la regolamentazione interna è stata pensata per un concetto di finanza tradizionale, basata sulla concessione di credito bancario, sicché essa non appare più coerente con le rinnovate istanze di provenienza europea, tese a valorizzare lo sviluppo del mercato della finanza *alternativa* di tipo sostenibile.

5. Conclusioni

La necessità di adeguare l'obsoleto quadro normativo interno alle istanze di provenienza europea ha indotto il Senato ad approvare, di recente, un disegno di legge presentato dal Ministro dell'economia e delle finanze, avente ad oggetto specifici interventi a sostegno della competitività dei capitali⁵².

Il progetto in discorso nasce dall'iniziativa conoscitiva che, su suggerimento dell'OCSE, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha avviato nel 2021 sottolineando, poi, in un Libro Verde pubblicato nel 2022, la necessità di riconsiderare quelle norme che *“conducono a vincoli più stringenti e costi maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo armonizzato e non risultano sostenute da adeguata motivazione, rappresentando delle eccezioni nel confronto europeo”*⁵³.

⁵² Ci si riferisce al Disegno di Legge n. 674/2023, presentato nel mese di aprile 2023 alla Presidenza del Consiglio, collegato alla Legge di Bilancio per l'anno 2022, dal titolo *“Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti”*. Gli ambiti di intervento di tale D.D.L. sono stati delineati dall'OCSE nel gennaio del 2020 in un processo sostanziato nel Report dell'OECD dal titolo *“Capital Markets Union for Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)”*, commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2020.

⁵³ Ci si riferisce al Libro Verde del 2022 dal titolo *“La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”* pubblicato dal MEF e consultabile al sito www.assonime.it, p. 23.

Con specifico riferimento alla problematica di cui trattasi, l'art. 7 co. 1 lett. b) del disegno di legge menzionato⁵⁴, introduce il comma 2-*bis* all'art. 2483 c.c., in forza del quale le *limitazioni* previste dal precedente comma 2 non troverebbero applicazione “*ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle legge speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione di cui al quarto comma, senza facoltà di modifica*”⁵⁵.

Ne deriva che, qualora tale proposta legislativa fosse accolta, in presenza di un regolamento di emissione che consenta espressamente la circolazione dei titoli solo tra investitori professionali ai sensi delle leggi speciali (non necessariamente, quindi, sottoposti a vigilanza prudenziale), non opererebbe la riserva di sottoscrizione nel mercato primario da parte del soggetto vigilato.

È evidente che tale disposizione si colloca perfettamente nel più ampio progetto volto a favorire il ricorso all'indebitamento di mercato per le PMI; non è un caso, infatti, che detta proposta sia intervenuta in seguito alle diffuse tendenze volte ad incoraggiare il ricorso sistematico alle molteplici forme di finanza *sostenibile*⁵⁶. A ben considerare, la proposta sopra menzionata potrebbe rendere l'operazione di emissione di titoli da parte delle PMI-S.r.l. più *appetibile* sia sul mercato primario che su quello secondario, tenuto conto che gli investitori professionali (anche non vigilati) avrebbero la facoltà di acquistare i titoli in commento *direttamente*, con evidente riduzione dei costi dell'operazione.

⁵⁴ Nella versione del testo da ultimo approvata dal Senato il 24 ottobre 2023.

⁵⁵ L'art. 7 co. 1 lett. a) del DDL in discorso invece è destinato a modificare la disciplina in materia di obbligazioni delle S.p.A. In particolare, esso prevede che le società per azioni non quotate in mercati regolamentati i) potranno emettere obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato quando la sottoscrizione e la successiva circolazione è riservata unicamente esclusivamente ad investitori professionali; ii) non saranno soggetta all'obbligo di interposizione, con finalità di garantire la solvenza, da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale.

⁵⁶ In arg. cfr. S. GILOTTA, *op. cit.*, 5, il quale sottolinea che la crescita del mercato dei *green bond* deriva da molteplici fattori, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. In particolare, ad una maggiore attenzione che, rispetto al passato, le imprese sono tenute a prestare nei propri *comportamenti*, fa riscontro una evoluzione delle preferenze degli investitori, soprattutto di quelli più giovani.

Ciò detto, a nostro avviso, la proposta di modifica legislativa, per quanto apprezzabile, non risolve alcune criticità già riscontrate in materia. Essa, ad esempio non ha sciolto i dubbi interpretativi, cui si è fatto cenno in precedenza, che sono sorti con riguardo all'identificazione del soggetto tenuto a prestare la garanzia di legge in favore degli investitori *retail* in caso di insolvenza dell'emittente. Sul punto, occorre tuttavia evidenziare che, nel Dossier pubblicato congiuntamente dal Senato e dalla Camera il 30 maggio 2023⁵⁷, v'è un chiaro riferimento alla questione suesposta, la quale sembra essere affrontata mediante la piena adesione all'interpretazione dottrinale maggioritaria di cui si è dato conto in precedenza. Va da sé che, sul punto, ci si aspetterebbe ancora un esplicito chiarimento da parte del legislatore attraverso una apposita integrazione della disposizione codicistica di cui trattasi.

Per converso, in considerazione della peculiare connotazione del mercato nazionale, imperniato, come si è detto, sull'attività di imprese locali o di ridotte dimensioni costituite in forma di S.r.l., apparirebbe opportuno incoraggiare il ricorso sistematico a forme di eterofinanziamento mediante l'acquisizione di capitale di debito anche da parte dei risparmiatori e a tal fine sarebbe quindi opportuno che venisse espressamente individuato il soggetto tenuto, in concreto, a sollevare questi ultimi dall'eventuale insolvenza dell'emittente.

Da ultimo, la proposta di legge in commento rivela un'ulteriore problematica applicativa, relativa all'individuazione del responsabile dell'insolvenza dell'emittente per il caso in cui il titolo di debito venga acquistato da investitori *retail* in spregio del regolamento di emissione.

In mancanza di una espressa regolamentazione della fattispecie sul piano negoziale, si ritiene che nei confronti dei terzi in buona fede risponda l'investitore professionale che abbia agito in violazione della disciplina contrattuale. Avvalora tale conclusione la circostanza che, nel corso dei lavori parlamentari⁵⁸, è stato aggiunto un inciso alla disposizione in commento, che pone in risalto, in detto contesto,

⁵⁷ Ci si riferisce al Dossier A.S. 674, dal titolo "*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*", pubblicato dal Senato il 30 maggio 2023 sul sito www.senato.it, 34.

⁵⁸ Cfr. il testo di riforma della disposizione di cui all'art. 2483 secondo comma c.c. approvato dal Senato il 24 ottobre 2023 al link: <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/DF/428620.pdf>.

l'elemento negoziale; donde l'importanza assunta dal regolamento contrattuale *in subiecta materia* nell'identificazione degli strumenti idonei a prevenire eventuali controversie che potrebbero insorgere tra le parti.